

ACTA ECONOMICA

Година XI, број 18 / фебруар 2013.

e-ISSN 2232-738X

## ПРЕГЛЕДНИ ЧЛАНАК

УДК: 658.003.5:005.334

DOI: 10.7251/ACE1318131T

COBISS.BH-ID 3529496

*Здравко Тодоровић<sup>1</sup>**Мајтеа Златковић<sup>2</sup>***Побољшање успјешности пословања јавних  
предузећа примјеном корпоративног управљања****Improving Business Performance of Public  
Companies Using Corporate Governance****Резиме**

У стручној јавности се све чешће указује на проблеме пословне успјешности јавних предузећа са већинским државним власништвом. Иако се ради о предузећима која располажу значајним природним ресурсима и имају стратешки значај, у њиховом пословању су присутни врло мали приноси на капитал, па чак и губици.

У овом раду се испитује пословна успјешност и ниво корпоративног управљања јавних предузећа Републике Српске (РС) са већинским државним власништвом која котирају на Бањалучкој берзи, а посебно предузећа Електропривреде РС. Мјерење пословне успјешности предузећа се врши на основу анализе финансијских извјештаја за посљедњих пет година, преко показатеља рентабилности и тржишних показатеља. Посебно се врши оцјењивање нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС, путем анкетног истраживања помоћу *Scorecard*<sup>3</sup> упитника Бањалучке берзе.

Циљ рада је указивање на низак ниво успјешности пословања посматраних предузећа у односу на инострана, као и на низак ниво корпоративног

<sup>1</sup> Економски факултет, Универзитет у Бањој Луци, [zdravko.todorovic@efbl.org](mailto:zdravko.todorovic@efbl.org)

<sup>2</sup> Економски факултет, Универзитет у Бањој Луци, [matea.zlatkovic@efbl.org](mailto:matea.zlatkovic@efbl.org)

<sup>3</sup> Scorecard за Стандарде корпоративног управљања. <http://www.blberza.com/v2/Pages/DocView.aspx?page=scorecard> (15.07.2012.)

управљања у предузећима Електропривреде РС. Такође се жели указати на зависност између кориштених показатеља и нивоа корпоративног управљања, односно на неопходност промјене политике државе према управљању државним капиталом.

**Кључне ријечи:** *јавна предузећа, пословна усјјешност, показатељи рентабилности, показатељи тржишне вриједности, корпоративно управљање.*

## Summary

The professional community is increasingly addressing the problems of business performance of public enterprises with majority state ownership. Although it is the companies that have significant natural resources and are of strategic importance, very low returns on equity, or even losses are present in their business.

In this research paper we investigate business performance and the level of corporate governance of **Republic of Srpska (RS)** public companies with the majority state-owned listed on Banja Luka Stock Exchange, especially Elektroprivreda RS companies. Measuring the success of the business enterprise is based on the analysis of financial statements for the last five years, using indicators of profitability and market indicators. Particularly, we assess the level of corporate governance in companies Elektroprivreda RS, in survey research using Scorecard Banja Luka Stock Exchange questionnaires.

The aim of the study is to indicate low levels of business performance of surveyed companies in relation to foreign as well as the low level of corporate governance in companies Elektroprivreda RS. It also signifies the relationship between the used indicators and the level of corporate governance and the need for changes in the state policy towards the management of the state capital.

**Keywords:** *public companies, business performance, profitability indicators, indicators of market value, corporate governance.*

## 1. Увод

Рентабилност је израз коначног финансијског ефекта улагања средстава, односно израз укупног успјеха пословања.<sup>4</sup> Значи, рентабилност је одлучујуће мјерило ефикасности кориштења средстава, мјерило успјеха привредничке активности и пословања предузећа. Са становишта власника пре-

<sup>4</sup> Берберовић, Ш.; Тодоровић, З. Економика предузећа, Бања Лука: Економски факултет, 2009, стр. 249.

дузећа и инвеститора, један од најважнијих фактора приликом доношења одлуке о инвестирању средстава у предузећа је управо ниво рентабилности пословања.

Пошто јавна предузећа у многим земљама још увијек имају значајан удио у бруто домаћем производу, управљање овим предузећима је суштински значајно за осигурање њиховог позитивног доприноса цјелокупној ефикасности и конкурентности земље. Такође, ефикасно управљање овим предузећима је веома важно за привлачење потенцијалних инвеститора.

Истраживање приказано у овом раду је спроведено у двије групе предузећа: предузећа са већинским државним власништвом која котирају на Бањалучкој берзи (укључујући предузећа Електропривреде РС) и инострана предузећа из сектора електропривреде са већинским државним власништвом која котирају на једној од свјетских берзи. Код прикупљања података за предузећа из РС кориштена је база података Бањалучке берзе, док је за инострана предузећа кориштена база података *Thomson Reuters*.<sup>5</sup> Подаци који нису били доступни у базама података берзи, а битни су за истраживања, прикупљени су прегледом годишњих извјештаја предузећа, те базе података Централног регистра хартија од вриједности РС. Прикупљени финансијски подаци кориштени су за израчунавање показатеља потребних за сагледавање успјешности пословања предузећа. Подаци су прикупљени за период од 5 година (од 2007. до 2011. године).

Истраживање о достигнутом нивоу корпоративног управљања вршено је путем анкетирања у предузећима Електропривреде РС, помоћу *Scorecard* за Стандарде корпоративног управљања, и кориштењем података објављених на сајтовима самих предузећа и Бањалучке берзе.

Подаци су обрађени математички и статистички и резултати презентовани путем табела, графика и дијаграма.

Кориштене су методе анализе и синтезе, метода компарације, као и статистичке методе просте линеарне корелације и просте линеарне регресије. Као почетни и завршни метод у истраживању кориштене су метода индукције и дедукције.

Вршена је компарација показатеља у три нивоа: унутар самих испитиваних предузећа за посматрани период, између узорка свих домаћих предузећа и издвојеног сектора, затим између посматраног сектора и истог сектора у иностранству. Анализом су провјераване постављене хипотезе а индукцијом и дедукцијом изведени закључци.

Истраживање је вршено на узорку од 21 предузећа са већинским државним власништвом која котирају на Бањалучкој берзи (укључујући 10

<sup>5</sup> Thomson Reuters Corporation. <http://www.reuters.com> (11.07.2012.) Thomson Reuters Corporation (Thomson Reuters) обезбјеђује информације за пословни свијет.

предузећа Електропривреде РС) и 18 иностраних предузећа са већинским државним власништвом из сектора електропривреде која котирају на једној од свјетских берзи.

Како популација предузећа са већинским државним власништвом која котирају и са којима се тргује на Бањалучкој берзи износи 29 предузећа, тако узорак од 21 предузећа представља 79,31% популације, док је из популације од 10 предузећа Електропривреде РС за узорак истраживања изабрано свих 10 предузећа или 100% популације. Ово значи да је узорак добар, непристран и репрезентативан за популацију из које је изабран, што представља основу за мјерење и доношење закључака.

Истраживање о постигнутом нивоу корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС вршено је у свих десет предузећа, при чему је седам предузећа, односно 70% узорка, дало одговоре на постављена питања, што је претпоставка за вјеродостојно мјерење и доношење закључака.

Основна хипотеза истраживања (**X0**) ја да предузећа Електропривреде РС, као и остала јавна предузећа РС са већинским државним власништвом, карактерише низак ниво пословне успјешности, лоше управљање природним ресурсима, а као посљедица ниског нивоа корпоративног управљања.

Ради доказивања основне хипотезе користе се и помоћне хипотезе:

- X1:** Предузећа Електропривреде РС, као и остала јавна предузећа РС са већинским државним власништвом, у просјеку имају низак ниво пословне успјешности и лоше управљање природним ресурсима, мјерено показатељима рентабилности и тржишним показатељима.
- X2:** Предузећа Електропривреде РС имају низак ниво корпоративног управљања, мјерено помоћу *Scorecard* упитника Бањалучке берзе.
- X3:** Постоји позитивна корелација између појединих показатеља рентабилности и тржишних показатеља и нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС.
- X4:** Бар један из групе показатеља рентабилности и тржишних показатеља предузећа Електропривреде РС може се изразити преко нивоа корпоративног управљања, примјеном регресионог модела и уврстити у бар један од познатих економских модела за предвиђање потешкоћа у пословању предузећа (стабилности пословања). У том случају би се оцјена стабилности предузећа изражавала и у функцији нивоа корпоративног управљања, као једног од фактора.

Основна сврха овог истраживања је утврдити ниво успјешности пословања јавних предузећа са већинским државним власништвом, са посебним освртом на предузећа Електропривреде РС, помоћу показатеља рентабил-

ности и тржишне вриједности, и повезати ове показатеље са нивоом корпоративног управљања.

У првом дијелу рада је представљена теоретска основа истраживања, односно појам и значај пословне успјешности предузећа и њено мјерење помоћу показатеља рентабилности и тржишне вриједности, као и појам и значај управљања предузећем, односно корпоративног управљања као основе за ефикасно пословање јавних предузећа, а такође и један од модела за предвиђање пословних потешкоћа.

Други дио рада приказује резултате истраживања успјешности пословања јавних предузећа РС, на основу којих су образложене постављене хипотезе.

У трећем дијелу рада је извршено упоређивање добијених резултата са сличним резултатима у ближем и даљем окружењу.

## **2. Теоретска основа истраживања**

У овом дијелу рада биће представљена теоретска основа спроведеног истраживања, како је наведено у уводу.

### **2.1. Појам успјешности пословања предузећа и начин њеног мјерења**

У овом раду се успјешност пословања предузећа посматра преко економске успјешности, што значи да се анализира да ли су средства која су била на располагању искориштена рационално, односно, да ли је пословањем остварен задовољавајући ниво добити. Мјери се рентабилност предузећа, јер она, са становишта власника предузећа, односно акционара, представља најважнији показатељ успјешности пословања предузећа. За њих је мање значајан производ који се производи у предузећу од пословног резултата, јер они желе поврат на уложена средства. Рентабилност, односно профитабилност, посебно је значајна код оцјењивања управљачке функције, односно код оцјењивања пословања менаџера. Рентабилност представља ефекат уложених средстава (обртних и основних средстава) у неком временском раздобљу, а исказује се кроз однос пословног резултата, односно профита, и уложених средстава. Ниво рентабилности има велики утицај на алокацију капитала и стално реструктуирање пословања. Власници капитала на слободном финансијском тржишту купују акције оних предузећа од којих се очекује да ће обезбједити већи поврат на уложени капитал и већу дивиденду и тако усмјеравају постојећи и реинвестирају новостворени капитал у рентабилнија предузећа.

Као мјерни инструменти за мјерење нивоа успјешности предузећа користе се показатељи рентабилности и тржишне вриједности предузећа, који

се одређују на основу података из финансијских извјештаја посматраних предузећа, а то су:

- за рентабилност предузећа:
  - поврат на средства (енгл. *return on assets* – ROA),
  - поврат на капитал – (енгл. *return on equity* – ROE),
  - нето профитна маржа (енгл. *net profit margin* – NPM),
  - нето добит по акцији (енгл. *earnings per share* – EPS),
  - приходи од продаје/укупна средства (енгл. *sales to total assets ratio* – S/T),
- за тржишну вриједност предузећа:
  - однос тржишне и књиговодствене вриједности акције (енгл. *price to book ratio* – P/B),
  - однос цијене и добити по акцији (енгл. *price-earnings ratio* – P/E)
  - показатељ Tobin's Q.

**Поврат на средства – ROA** је показатељ рентабилности, односно, профитабилности имовине. Одражава успјешност искориштења имовине у стварању добити. Виши омјер поврата на средства је повезан са вишом стопом поврата и бољим корпоративним управљањем.

$$ROA = \frac{\text{Нето добит}}{\text{Пословна средства}} * 100\%$$

**Поврат на капитал – ROE** је показатељ рентабилности, односно, профитабилности властитог капитала. ROE показује колико добро предузеће користи инвестицијска средства да оствари добит. Раст овог показатеља указује на могућност будућег раста предузећа или остварења високих приноса по основу капитала.

$$ROE = \frac{\text{Нето добит}}{\text{Капитал}} * 100\%$$

**Нето профитна маржа – NPM** мјери колико добити предузеће остварује за сваку конвертибилну марку прихода. Показује колико је предузеће успјешно у контроли трошкова. Што је већа нето профитна маржа, то је успјешније (ефективније) предузеће у претварању прихода у стварну добит.

$$NPM = \frac{\text{Нето добит}}{\text{Приходи од продаје}} * 100\%$$

**Нето добит по акцији – EPS** је показатељ профитабилности предузећа, који приказује колику је нето добит предузеће остварило по једној акцији. Већа зарада по акцији показује да инвеститори/акционари зарађују више по акцији коју посједују, тј. акције ће бити више вредноване на тржишту.

$$EPS = \frac{\text{Нето добит}}{\text{Број емитованих акција}}$$

**Приходи од продаје/укупна средства - S/T** је показатељ који мјери колико се прихода од продаје ствара за сваку новчану јединицу ангажованих средстава, тј. колико је предузеће ефикасно у кориштењу имовине у реализацији прихода. Виша вриједност показатеља указује да предузеће ефикасније користи имовину у стварању прихода.

$$S/T = \frac{\text{Приходи од продаје}}{\text{Укупна средства}}$$

**Однос тржишне и књиговодствене вриједности - P/B** представља однос затварајуће цијене акције предузећа и књиговодствене вриједности по акцији. Виша вриједност показатеља показује да је предузеће у стању створити више поврата у односу на уложен капитал, да су акције исправно вредноване и да је тржиште ефикасно у рефлектовању истинитих податка, што говори о транспарентном пословању предузећа и о пракси доброг корпоративног управљања.

$$P/B = \frac{\text{Тржишна вриједност по акцији}}{\text{Књиговодствена вриједност по акцији}}$$

**Однос цијене и добити по акцији - P/E** показује колико конвертибилних марака инвеститор плаћа за једну конвертибилну марку нето добити по једној акцији. Изражава тржишну оцјену перспективе раста и развоја предузећа. Раст P/E значи раст предузећа у будућности и привлачи улагаче.

$$P/E = \frac{\text{Тржишна вриједност акције}}{\text{Нето добит по акцији (EPS)}}$$

**Показатељ Tobin's Q** одређује вриједност капитала предузећа као разлику тржишне капитализације и књиговодствене вриједности предузећа. Tobin's Q служи као показатељ за успјешност пословања на финансијском тржишту. Вриједност показатеља Tobin's Q већа од један показује да предузеће ствара вриједност за своје акционаре, а вриједност мања од један показује да предузеће не послује добро и ствара мању вриједност за акционаре.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Тржишна капитализација} + \text{Укупна имовина} - \text{Основни капитал}}{\text{Укупна имовина}}$$

## 2.2. Основна појмовна одређења управљања предузећем

Улога управљања предузећем је да обезбиди потпуно искориштавање пословних ресурса предузећа на економским основама, са циљем остваривања дефинисаних пословних циљева. Према Дракеру, управљање као

корисно знање, је старо исто толико као и главне области знања на којима почивају данашње индустрије.<sup>6</sup>

Проблем корпоративног управљања се јавља у предузећима у којима је функција власништва одвојена од функције управљања. Појам корпоративног управљања (енгл. *Corporate Governance*) односи се на управљачке структуре и процесе у корпорацијама и пословним системима. Скуп механизма којима се управља и контролише корпорација чини корпоративно управљање. Његова улога је стварање оквира за постављање најважнијих циљева, одређивање средстава за њихово постизање као и праћење њиховог спровођења и ефикасности, а такође и обезбдијеђивање равнотеже између економских и социјалних циљева корпорације.

Према дефиницији OECD-а (енгл. *Organisation for Economic Cooperation and Development*) „корпоративно управљање укључује ... скуп односа између менаџмента, управе, акционара и осталих интересних група. Корпоративно управљање такође представља структуру унутар које се постављају циљеви предузећа и одређују средства за остваривање тих циљева као и за праћење успјешности пословања. Добро корпоративно управљање треба пружити одговарајући подстицај за управу и менаџмент ради остваривања циљева који су од интереса за предузеће и акционаре...”<sup>7</sup>

Уназад неколико година корпоративно управљање је постало један од битних елемената са становишта стицања повјерења инвеститора, унапређења конкурентности, и побољшања економског раста.

Тема корпоративног управљања се налази у врху привредних тема земаља OECD-а који је 1999. године објавио Принципе корпоративног управљања, који представљају први међународни стандард доброг корпоративног управљања, а 2005. године и Смјернице за корпоративно управљање у државним (јавним) предузећима.

Управљање у државним предузећима има суштински значај за осигуравање њиховог позитивног доприноса цјелокупној економској ефикасности и конкурентности земље. OECD смјернице за корпоративно управљање у државним предузећима се састоје од шест основних смјерница<sup>8</sup>, везаних за принципе корпоративног управљања:

- 1) Осигурати ефикасан правни и регулаторни оквир за државна предузећа,

<sup>6</sup> Drucker, P. *Иновације и предузећништво*. Београд: Грмеч; Привредни преглед, 1996, стр. 29.

<sup>7</sup> Organisation for Economic Co-Operation and Development. *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publication, 2004, стр. 12. Доступно на: <http://www.oecd.org/corporate/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf> (12.08.2012.)

<sup>8</sup> OECD Организација за економску сарадњу и развој, (2004), OECD смјернице за корпоративно управљање у државним предузећима, доступно на: [www.oecd.org/dataoecd/17/41/41814777.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/17/41/41814777.pdf)



- II) Држава у улози власника,
- III) Равноправан третман акционара,
- IV) Односи са заинтересованим странама,
- V) Објелодањивање података и транспарентност,
- VI) Одговорност одбора у државним предузећима.

Подизањем квалитета корпоративног управљања повећава се вриједност компанија на тржишту, омогућава кориштење свих облика спољашњег финансирања: домаћег и међународног, јавног и приватног, а самим тим јача и њихов дугорочни просперитет.

### 2.3. Модели предвиђања пословних потешкоћа

У динамичним тржишним условима долази до елиминације недовољно ефикасних и ефективних пословних субјеката, због чега се тежи предвиђању вриједности варијабли којима је могуће предвидјети стечај. Развијен је низ модела за предвиђање пословних потешкоћа, уз примјену статистичких и математичких метода, почевши од дискриминантне анализе, па све до комплексних математичких и симулацијских техника које подразумевају употребу рачунара.

Сматра се да је најзначајнији допринос развоју модела за предвиђање пословних потешкоћа (стечаја) дао *Edward I. Altman*.<sup>9</sup> Он користи мулти-варијантни приступ који укључује показатеље и категоријалне вриједности које се комбинују како би се добила мјера, названа *скор кредитног ризика*, која најбоље прави разлику између предузећа која су неуспјешна и оних која су успјешна.

Истраживање које је спровео *Altman* извршено је на узорку који се састојао од 33 неуспјешна и 33 успјешна предузећа. Као резултат вишеструке дискриминацијске анализе, добијени су следећи финансијски показатељи:

- *обртни капитал/укупна имовина* ( $X_1$ ) – мјера нето ликвидности у односу на укупну капитализацију,
- *задржана зарада/укупна имовина* ( $X_2$ ) – код релативно младих фирми ће овај показатељ бити нижи јер оне нису имале времена кумулирати добит,
- *добит/укупна имовина* ( $X_3$ ) – како се егзистенција предузећа базира на могућности фирме да својим средствима оствари зараду, овај је однос нарочито прикладан за закључивање о могућности банкрота предузећа,
- *тржишна вриједност власничког капитала /књиговодствена вриједност обавеза* ( $X_4$ ) – овај однос показује колико средства предузећа губе

<sup>9</sup> Altman, E. I. *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, Journal of Finance 23, 1968, стр.189-209. Доступно на: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x/pdf> ( 03.08.2012.)

- на својој вриједности прије него што обавезе премаше имовину и предузеће постане несолвентно, и
- *урогаја/укућна имовина* ( $X_5$ ).

Резултирајућа дискриминацијска функција гласи:<sup>10</sup>

$$Z = 0,012 X_1 + 0,014 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5$$

Доња гранична вриједност *Z-score-a* износи 1.81, што значи да ће предузећа чији је *Z-score* испод те границе банкрутирати, док за вриједност изнад 2.99 предузећа неће банкрутирати. За скорове између 1.81 и 2.99 се каже да се налазе у сивој зони.

Приликом примјене *Алџмановој* модела у нашим условима посебно је важно имати на уму да су пондери и наведене упоредне величине резултат истраживања америчке економије седамдесетих година прошлог вијека.

Међутим, непрекидно праћење *Z-score-a* у одређеним временским периодима, те примјена добијених вриједности у хоризонталној анализи даће корисну слику о кретању финансијске снаге предузећа током времена.

### 3. Емпиријски резултати истраживања

У овом раду ће се анализирати стање и ниво успјешности пословања у предузећима са већинским државним власништвом у РС. Посебно ће се анализирати предузећа Електропривреде РС јер, према учешћу у укупном капиталу посматраних јавних предузећа РС са већинским државним власништвом, као и према својој дјелатности, представљају најзначајнији ресурс за развој привреде РС.

Са циљем детаљније анализе и реалније процјене нивоа успјешности пословања, добијени резултати за предузећа Електропривреде РС поредиће се са иностраним предузећима из сектора електропривреде са већинским државним власништвом.

Достигнути ниво корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС анализираће се на основу резултата анкетања помоћу *Score-card* упитника.

Такође ће се испитати постојање просте линеарне корелације између појединих показатеља рентабилности и тржишних показатеља, с једне стране, и нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС с друге стране, као и могућност исказивања бар једног од тих показатеља преко нивоа корпоративног управљања, примјеном простог линеарног регресионог модела.

Провјериће се и могућност увођења нивоа корпоративног управљања као независно промјенљиве величине у један од познатих економских модела за предвиђање потешкоћа у пословању предузећа.

<sup>10</sup> Исто.

У табели 1. су наведена и нумерисана предузећа у којима је вршено истраживање. Ради лакшег праћења добијених резултата, у табели 2. су издвојена и нумерисана предузећа Електропривреде РС.

У табели 3. су издвојена и нумерисана предузећа Електропривреде РС која су одговорила на питања у вези примјене принципа корпоративног управљања.

У табели 4. су наведена и нумерисана инострана предузећа из сектора електропривреде са којима ће се вршити поређење домаћих предузећа.

**Табела 1: Посматрана предузећа РС са већинским државним власништвом**

	Ознака на берзи	Емитент	% учешћа већинског власника	Назив већинског власника
1	KROS	Крајина осигурање а.д. Бања Лука	70.450011	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
2	HPKD	ХПК а.д. Козарска Дубица	68.731557	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
3	GPIS	Гас промет а.д. Источно Сарајево - Пале	65.234489	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
4	ZERS	Жељезнице РС а.д. Добој	65.027991	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
5	LTRS	Лутрија РС а.д. Бања Лука	65.018652	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
6	AERD	Аеродроми Републике Српске а.д. Бања Лука	65.011868	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
7	POST	Поште Српске а.д. Бања Лука	65.000812	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
8	ОСЈН	Јахорина ОЦ а.д. Пале	64.999864	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
9	FAMO	Фамос а.д. Источно Сарајево	64.999861	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
10	LJUB	Рудници жељезне руде Љубија а.д. Приједор	64.999817	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
11	KRPT	Крајинапетрол а.д. Бања Лука	42.267074	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
12	EDPL	Електродистрибуција а.д. Пале	65.008247	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
13	EKBL	Електрокрајина а.д. Бања Лука	65.005591	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
14	EKHC	Електрохерцеговина а.д. Требиње	65.002016	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
15	ELBJ	Електро - Бијељина а.д. Бијељина	65.0026	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
16	ELDO	Електро Добој а.д. Добој	65.002816	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
17	HEDR	Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград	65.000396	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ

	Ознака на берзи	Емитент	% учешћа већинског власника	Назив већинског власника
18	HELV	Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић Град	64.999415	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
19	HETR	Хидроелектране на Требишњици а.д. Требиње	64.998217	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
20	RITE	РиТЕ Гацко а.д. Гацко	65.000002	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
21	RTEU	РиТЕ Угљевик а.д. Угљевик	65.001764	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ

Извор: Аутор, на основу истраживања

**Табела 2: Предузећа Електропривреге РС**

	Ознака на берзи	Емитент	% учешћа већинског власника	Назив већинског власника
1	EDPL	Електродистрибуција а.д. Пале	65.0082	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
2	EKBL	Електрокрајина а.д. Бања Лука	65.0055	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
3	EKHC	Електрохерцеговина а.д. Требиње	65.0020	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
4	ELBJ	Електро - Бијељина а.д. Бијељина	65.0026	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
5	ELDO	Електро Добој а.д. Добој	65.0028	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
6	HEDR	Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград	65.0004	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
7	HELV	Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић Град	64.9994	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
8	HETR	Хидроелектране на Требишњици а.д. Требиње	64.9982	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
9	RITE	РиТЕ Гацко а.д. Гацко	65.0000	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
10	RTEU	РиТЕ Угљевик а.д. Угљевик	65.0018	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ

Извор: Аутор, на основу истраживања

**Табела 3:** *Предузећа Елекїройривреде РС која су одйоворила на Scorecard уйїйїник*

	Ознака на берзи	Емитент	% учешћа веїинског власника
1	EDPL	Електродистрибуција а.д. Пале	65.0082
2	EKBL	Електрокраїна а.д. Бања Лука	65.0055
3	EKHC	Електрохерцеговина а.д. Требиње	65.0020
4	ELBJ	Електро - Бијељина а.д. Бијељина	65.0026
5	HEDR	Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград	65.0004
6	HELV	Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић рад	64.9994
7	RITE	РиТЕ Гацко а.д. Гацко	65.0000

Извор: Аутор, на основу истраживања

**Табела 4:** *Иносїрана йредузећа из секїйора елекїроенерїейїике са веїинским државним власниїйвом*

	Ознака на берзи	Веїинско власништво	% власништва
1	VERB.VI	Austrian Government	51.0000
2	DEHr.AT	Greek Government	51.4900
3	MVVGn.DE	City of Mannheim	50.1000
4	EVNV.VI	Land Niederösterreich	51.0000
5	ELI.BR	Publi-T (Belgian local government)	45.3700
6	EDSP.PA	Electricite de France SA	88.8200
7	WPCG.SG	Baden-Württemberg State	98.2600
8	FUM1V.HE	Government of Finland	50.7600
9	PGEp.WA	State Treasury of the Republic of Poland	61.8900
10	ENAE.WA	State Treasury of the Republic of Poland	51.6300
11	ROTEL.BX	Romanian Government	73.6900
12	LEL1L.MU	Lietuvos Energija AB	95.5400
13	BKWB.S	Canton Bern	52.5400
14	RENE.LS	PARPÚBLICA - Participações Públicas (SGPS) S.A.	46.0000
15	EDF.PA	Government of France	84.4400
16	CEZPsp.PR	Czech Republic Government	69.8000
17	ENEI.MI	Italian Government	31.2400
18	EDP.LS	PARPÚBLICA - Participações Públicas (SGPS) S.A.	31.2000

Извор: Аутор, на основу истраживања

### 3.1. Ограничења у истраживању

Пошто је ово истраживање у највећем дијелу засновано на анализи финансијских извјештаја предузећа, морају се имати у виду ограничења која се односе на радио анализу. Битно је нагласити да се врши упоређивање финансијских показатеља домаћих и иностраних предузећа, при чему постоји могућност различитих приступа у приказивању појединих ставки у финансијским извјештајима.

Што се тиче истраживања у вези са оцјењивањем нивоа корпоративног управљања, није било могуће избјећи субјективни фактор. Упитнике су попуњавали високопозиционирани руководиоци, тако да добијени одговори представљају одраз њихових мишљења и ставова. У појединим случајевима, упитници су попуњавани на основу Изјаве о примјени Стандарда корпоративног управљања, објављене на веб страници предузећа или у оквиру Годишњег извјештаја о пословању за 2011. годину, у којој нису у потпуности садржани одговори на питања из *Scorecard* упитника, па је требало „читати између редова”.

### 3.2. Операционализација варијабли и одређивање индикатора

На основу главне хипотезе истраживања, успјешност пословања предузећа се може идентификовати као зависна а ниво корпоративног управљања као независна варијабла.

Да би се процијенила успјешност пословања предузећа (зависна варијабла), врши се мјерење рентабилности и тржишне вриједности, као независних варијабли. Дакле, као мјерни инструменти (индикатори) за мјерење нивоа успјешности пословања предузећа кориштени су показатељи рентабилности и тржишне вриједности предузећа, који се одређују на основу података из финансијских извјештаја посматраних предузећа, а то су, за рентабилност предузећа: поврат на средства (*ROA*), поврат на капитал (*ROE*), нето профитна маржа (*NPM*), нето добит по акцији (*EPS*) и приходи од продаје/укупна средства (*S/T*), а за тржишну вриједност предузећа: однос тржишне и књиговодствене вриједности акције (*P/B*), однос цијене и добити по акцији (*P/E*) и показатељ *Tobin's Q*.

Наведени показатељи су објашњени у другом дијелу рада.

За оцјену нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС (*независне варијабле*), као алат се користи *Scorecard* упитник Бањалучке берзе, при чему улогу *индикатора* имају оцјене посвећености предузећа појединим принципима (областима) корпоративног управљања. Сваки од тих индикатора се оцјењује на основу питања постављених у оквиру појединих области.

### 3.3. Резултати истраживања

Истраживање је спроведено на узорку описаном у уводу.

Као основа за сва потребна израчунавања и анализу кориштени су подаци из финансијских извјештаја предузећа, као и *Scorecard* упитници попуњени на основу спроведене анкете и података објављених на веб страницама предузећа.

Вриједности финансијских показатеља за поједина домаћа предузећа, укључујући предузећа из сектора електропривреде, за временски период од 2007. до 2011. године нису наведене у раду због обимности, али су кориштене за израчунавање просјечних вриједности, приказаних у наредним табелама.

#### 3.3.1. Израчунавање показатеља рентабилности и тржишних показатеља

Просјечне вриједности показатеља рентабилности и тржишних показатеља свих посматраних предузећа РС са већинским државним власништвом, посебно групе предузећа Електропривреде РС (ЕРС 10), као и иностраних предузећа из сектора електропривреде са већинским државним власништвом, добијене на основу финансијских извјештаја, за период од пет година, приказане су у табели 5.

Табела 5: Просјечне вриједности показатеља рентабилности и тржишних показатеља

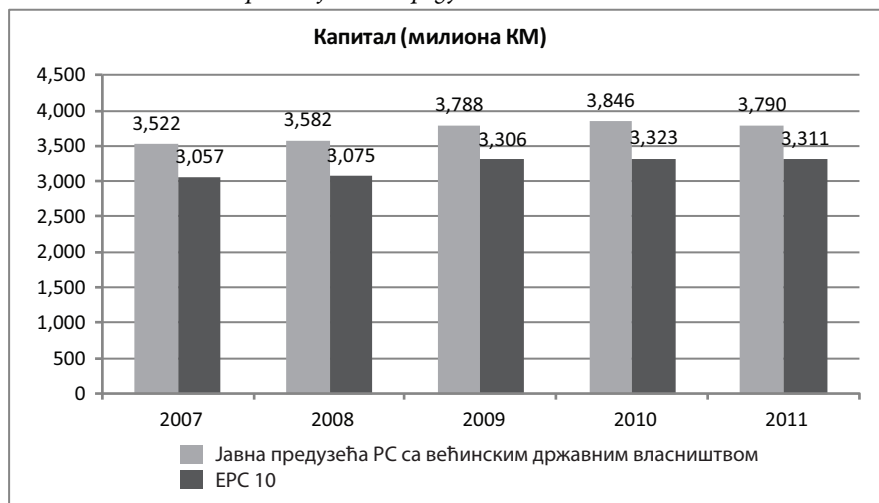
ЗА СВА ПОСМАТРАНА ПРЕДУЗЕЋА У РС СА ВЕЋИНСКИМ ДРЖАВНИМ ВЛАСНИШТВОМ								
	ROA	ROE	NPM	EPS	S/T	P/E	Tobin's Q	P/B
2007	-0.978160	-1.296647	-0.215530	-0.017262	25.492880	168.636045	0.949368	0.9332
2008	0.545687	1.014222	0.004471	0.007224	27.854333	105.51261	0.635602	0.4224
2009	-1.209070	-2.122383	0.078860	-0.008342	24.687335	267.306972	0.678366	0.4118
2010	-1.086428	-2.365770	-0.123258	-0.001283	26.087810	502.714039	0.745732	0.4071
2011	-0.517935	-1.697204	-0.089449	0.001578	28.645510	523.209522	0.798466	0.4108
Просјек	-0.649181	-1.293556	-0.068981	-0.003617	26.553574	313.475838	0.761507	0.5170
ЗА ЕРС 10-ПРЕДУЗЕЋА ЕЛЕКТРОПРИВРЕДЕ РС								
	ROA	ROE	NPM	EPS	S/T	P/E	Tobin's Q	P/B
2007	-0.502841	-0.523446	-0.097146	-0.002942	21.034455	242.160889	1.227170	0.9040
2008	0.631599	0.736421	0.0471804	0.008137	24.746100	30.531374	0.750568	0.2424
2009	0.110185	-0.066483	0.0618033	-0.00511	21.385275	41.285860	0.794902	0.1864
2010	0.536075	0.550134	0.0680026	0.006103	22.328812	28.622548	0.786317	0.1678
2011	0.184836	0.237522	-0.022481	0.002435	21.618075	151.935835	0.796888	0.1835
Просјек	0.191971	0.186829	0.011472	0.001725	22.222543	98.907301	0.871169	0.3368

ЗА ИНОСТРАНА ПРЕДУЗЕЋА ИЗ СЕКТОРА ЕЛЕКТРОПРИВРЕДЕ СА ВЕЋИНСКИМ ДРЖАВНИМ ВЛАСНИШТВОМ								
	ROA	ROE	NPM	EPS	S/T	P/E	Tobin's Q	P/B
2007	5.910988	13.576939	0.133749	2.893255	40.101111	25.528097	1.531036	2.8874
2008	5.190344	12.582267	0.116403	3.047354	41.253333	19.677578	1.124914	1.6401
2009	4.646211	10.510994	0.100157	3.234865	40.815000	29.895011	1.158244	1.6744
2010	5.472455	11.237611	0.127380	3.427517	40.518888	18.404828	1.056695	1.3711
2011	4.209090	9.391642	0.088992	5.610565	42.453015	22.297145	1.008846	1.5235
Просјек	5.085818	11.459891	0.113336	3.642711	41.028269	23.160532	1.175947	1.8193

Извор: Аутор, на основу истраживања

Предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду учествују са више од 85% капитала у укупном капиталу посматраних јавних предузећа са већинским државним власништвом. Ово је био један од разлога за посебну анализу стања и нивоа управљања у овој групи предузећа (графикон 1.).

**Графикон 1:** Учешће предузећа Електропривреде РС у укупном капиталу свих посматраних јавних предузећа РС



Извор: Аутор, на основу истраживања

### 3.3.2. Резултати оцјењивања нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС

У табели 6. су приказани резултати оцјене нивоа корпоративног управљања, добијени након обраде *Scorecard* упитника, за свако поједино предузеће, по принципима, као и коначна оцјена нивоа корпоративног управљања за свако предузеће. Посљедњи ред табеле даје коначну оцјену нивоа корпоративног управљања за цијели узорак, односно за предузећа Електропривреде РС.



Табела 6. Резултати оцјене нивоа корпоративне управљања у предузећима Електропривреде РС

	Предузеће	I (10%) Посвећеност принципима корпоративног управљања (%)	II (20%) Права акционара (%)	III (10%) Равноправан третман акционара (%)	IV (10%) Улога заинтересованих страна-носилаца интереса у управљању акционарским друштвима (%)	V (20%) Објављивање и јавност информација (%)	VI (20%) Улога и одговорност одбора (%)	VII (10%) Ревизија и систем интерних контрола (%)	Коначна оцјена нивоа корпоративног управљања (%)
1	Електродистрибуција а.д. Пале	4,25	14,50	2,25	5,00	12,00	13,50	5,00	56,50
2	Електрокрајина а.д. Бања Лука	3,00	14,50	4,75	5,00	14,50	13,00	8,00	62,75
3	Електрохерцеговина а.д. Требиње	6,25	13,50	1,25	6,50	9,50	12,50	5,75	55,25
4	Електро - Бијељина а.д. Бијељина	9,00	15,5	2,25	6,00	12,50	11,50	8,50	65,25
5	Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград	3,00	16,00	5,00	5,00	14,00	15,00	8,00	66,00
6	Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић Град	1,50	13,00	1,00	5,00	12,00	11,50	6,50	50,50
7	РИТЕ Гацко а.д. Гацко	3,50	17,50	7,50	9,00	14,00	15,50	9,25	76,25
	ЕЛЕКТРОПРИВРЕДА РС (просјечна оцјена)	4,36	14,93	3,43	5,93	12,64	13,21	7,29	61,78

Извор: Аутор, на основу истраживања

### 3.3.3. Корелациона анализа међусобне повезаности појединих показатеља рентабилности и тржишних показатеља и нивоа корпоративног управљања

У табели 7. су приказани показатељи рентабилности и тржишни показатељи, као и оцјена нивоа корпоративног управљања (NKU) за седам предузећа Електропривреде РС, за која је извршена оцјена нивоа корпоративног управљања, за 2011. годину.

Помоћу MS Excel-а је извршена корелациона анализа међусобне повезаности појединих финансијских показатеља и нивоа корпоративног управљања, односно нађени су коефицијенти корелације између појединих показатеља и нивоа корпоративног управљања (табела 8.). Кориштени програм је заснован на статистичкој методи просте линеарне корелације.

Табела 7: Вриједности показатеља рентабилности и тржишних показатеља, као и оцјена нивоа корпоративног управљања за предузећа Електропривреде РС

ПРЕДУЗЕЋЕ	ROA (%)	ROE (%)	NPM	EPS (BAM)	S/T (%)	P/E	TOBIN'S Q	P/B	NKU (%)
1.	0.0097	0.0145	0.0003	0.0007	26.0728	644.1153	0.9419	0.0932	56.50
2.	0.0592	0.0934	0.0017	0.0033	31.5180	118.9361	0.9009	0.1111	62.75
3.	0.0467	0.0601	0.0014	0.0015	34.1066	314.5680	0.8410	0.1891	55.25
4.	0.0770	0.1098	0.0021	0.0043	32.2014	77.5355	0.8951	0.0851	65.25
5.	0.2124	0.2172	0.0568	0.0027	2.5691	185.6383	0.7292	0.4033	66.00
6.	-1.5656	-1.6071	-0.3919	-0.0366	3.6956	-	0.8223	0.2421	50.50
7.	0.3533	0.3968	0.0141	0.0043	25.1467	56.0806	0.3691	0.2225	76.25

Извор: Аутор, на основу истраживања

Табела 8: Коефицијенти корелације показатеља рентабилности и тржишних показатеља и нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС

	ROA (%)	ROE (%)	NPM	EPS (BAM)	S/T (%)	P/E	TOBIN'S Q	P/B
NKU (%)	0.7089225	0.715876	0.639774	0.639774	0.165861	-0.7237915	-0.73349	0.149216

Извор: Аутор, на основу истраживања

Уколико се из разматрања искључи предузеће под редним бројем 6, код кога вриједности већине показатеља рентабилности значајно одступају од вриједности показатеља за остала предузећа, услед чега оно значајно утиче на добијене резултате, добиће се вриједности коефицијента корелације између појединих финансијских показатеља и нивоа корпоративног управљања које реалније осликавају посматрани узорак (табела 9.)

**Табела 9:** Коефицијентни корелација показатеља рентабилности и финансијских показатеља и нивоа корпоративної управљања у предузећима Електропривреде РС (без предузећа др. 6.)

	ROA (%)	ROE (%)	NPM	EPS (BAM)	S/T (%)	P/E	TOBIN'S Q	P/B
NKU (%)	0.9124055	0.9412762	0.3523042	0.831426	-0.29148	-0.72379	-0.8462218	0.329688

Извор: Аутор, на основу истраживања

### 3.3.4. Корелациона анализа међусобної утицаја нивоа корпоративної управљања и повраћа на капитал

У претходном дијелу истраживања се помоћу корелационе анализе дошло до закључка да од свих посматраних финансијских показатеља ROE има највећи степен корелације са нивоом корпоративного управљања, због чега се у даљњем разматрању посматра само овај показатељ рентабилности, односно његова зависност од нивоа корпоративного управљања. Из разматрања је искључено предузеће под редним бројем 6. из претходно наведених разлога (табела 10.)

**Табела 10:** Упоредни приказ оцјене нивоа корпоративної управљања и вриједности показатеља ROE за посматрана предузећа

n	NKU	ROE(%)
1	56.50	0.0145
2	62.75	0.0934
3	55.25	0.0601
4	65.25	0.1098
5	66.00	0.2172
7	76.25	0.3968

Извор: Аутор, на основу истраживања

У претходном разматрању је утврђено да коефицијент корелације између ROE и NKU износи:  $r = 0.941276$ . Стандардна грешка оцјене коефицијента просте линеарне корелације:  $s_r = 0,1688$ .

Помоћу Студентовог теста врши се провјера да ли се на основу коефицијента корелације у узорку може донијети коректан закључак о томе да у скупу постоји корелација.<sup>11</sup> Сходно томе, утврђена је вриједност статистике Студентовог теста:  $t = 5,5756$ . Пошто се користи двосмјерни тест, критична вриједност за ниво значајности од  $\alpha = 0,05$  и  $(n-2) = 6$  степени слободе из-

<sup>11</sup> Жижић, М., Ловрић, М., Павличић, Д. *Методи статистичке анализе*. Београд: Економски факултет, 2000, стр. 309.

носи 2,4469. Пошто је апсолутна вриједност статистике теста већа од критичне вриједности, тј.  $t > t_{\alpha/2; (n-2)}$ , закључује се, уз ризик од  $\alpha = 0,05$ , да у основном скупу постоји линеарна веза, што се у нашем случају односи на сва предузећа Електропривреде РС.

Сљедећи корак у овом разматрању је примјена метода просте линеарне регресије ради одређивања линије регресије која повезује ROE и NKU. У ту сврху се користи MS Excel.

### 3.4. Тестирање хипотеза

Тестирање хипотеза се врши на основу добијених резултата, приказаних у тачки 3.3. Главна хипотеза  $H_0$  ће бити објашњена преко помоћних хипотеза  $H_1$ ,  $H_2$ ,  $H_3$  и  $H_4$ , након њихове анализе и утврђивања вјеродостојности.

*H1: Предузећа Електропривреде РС, као и остала јавна предузећа РС са већинским државним власништвом, у просјеку имају низак ниво ефикасности и лоше управљање природним ресурсима, мјерено показатељима рентабилности и тржишним показатељима.*

Ради провјере постављене хипотезе анализирају се просјечне вриједности показатеља рентабилности и тржишне вриједности предузећа, за период од пет година, приказане у табели 5.

На основу просјечних вриједности показатеља ROA (поврат на средства) може се уочити да сва посматрана јавна предузећа РС у посматраном периоду имају негативан поврат на средства, што указује на неефикасно кориштење пословних средстава предузећа у стварању добити. Истовремено, предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду имају позитиван поврат на средства, што указује да она ефикасније користе своја пословна средства у стварању добити у односу на сва посматрана предузећа са већинским државним власништвом.

Просјечне вриједности показатеља ROE (поврат на капитал) показују да сва посматрана јавна предузећа РС у посматраном периоду имају негативан поврат на капитал, што значи да неефикасно користе капитал у стварању добити и не стварају вриједност за власника предузећа, док предузећа Електропривреде РС у истом периоду имају виши поврат на капитал, што значи да ефикасније користе капитал и стварају већу вриједност за власника.

Сва посматрана јавна предузећа РС имају ниску и негативу просјечну вриједност NPM (нето профитна маржа) што указује на ниску профитабилност власништва у посматраним предузећима, што такође указује да су предузећа неефикасна у претварању прихода у стварну добит, као и у контроли својих трошкова. У истом периоду предузећа Електропривреде РС имају вишу нето профитну маржу, што значи да она имају виши ниво

профитабилности, претварања прихода у добит и контроле трошкова у односу на сва посматрана предузећа са већинским државним власништвом.

Сва посматрана јавна предузећа РС са већинским државним власништвом имају негативну просјечну вриједност EPS (нето добит по акцији) у посматраном периоду, што указује да предузеће не остварује добит ни вриједност за власнике. У истом периоду предузећа Електропривреде РС имају вишу нето добит по акцији што указује да ова предузећа стварају већу добит која може бити распоређена власницима. Резултат тога је да акције Електропривреде РС остварују вишу вриједност на финансијском тржишту у односу на сва посматрана предузећа са већинским државним власништвом. Иако предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду имају вишу нето добит по акцији у односу на сва посматрана предузећа, та добит је веома ниска и у посматраном периоду износи максимално 0,01 EUR по акцији предузећа.

Сва посматрана јавна предузећа РС са већинским државним власништвом у посматраном периоду имају вишу вриједност показатеља S/T (приходи од продаје/укупна средства) у односу на предузећа Електропривреде РС. Ово указује на мању ефикасност у кориштењу имовине предузећа у стварању прихода од продаје код предузећа Електропривреде РС. Нижа вриједност показатеља S/T предузећа Електропривреде РС у односу на сва посматрана предузећа се може објаснити административним одређивањем цијене електричне енергије.

Висока просјечна вриједност P/E (однос цијене и добити по акцији) код свих посматраних јавних предузећа РС са већинским државним власништвом у посматраном периоду указује на то да предузећа нису профитабилна, да нису ефикасна у претварању инвестиције у добит, а самим тим да остварују низак (или уопште не остварују у појединим годинама) поврат за власнике предузећа на њихова уложена средства. Предузећа Електропривреде РС имају знатно нижи однос цијене и добити по акцији, што значи да су профитабилнија и да стварају виши поврат за власнике предузећа на њихова уложена средства, у односу на сва посматрана предузећа са већинским државним власништвом. Код обје групе предузећа инвеститори који улажу у ова предузећа требају платити висок износ за једну конвертибилну марку нето добити по акцији.

Просјечна вриједност показатеља Tobin's Q је нижа од један за сва посматрана јавна предузећа РС у посматраном периоду, што показује да предузећа не послују добро и стварају ниску вриједност за власнике. И предузећа Електропривреде РС имају показатељ Tobin's Q углавном нижи од један, мада је нешто виши у односу на сва посматрана предузећа, осим у 2011. години, када су једнаки. У 2007. години показатељ Tobin's Q је био виши од

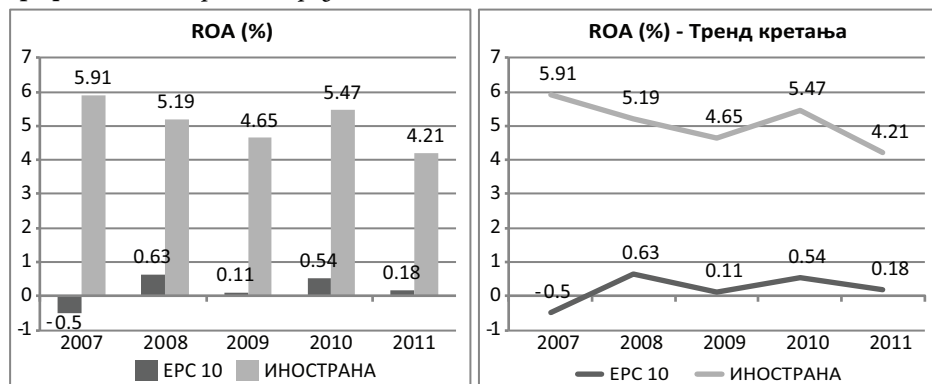
један. Може се закључити да предузећа Електропривреде РС послују успјешније и стварају вишу вриједност за власнике у односу на сва посматрана предузећа са већинским државним власништвом. Иако предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду имају виши показатељ Tobin's Q од свих посматраних предузећа са већинским државним власништвом, вриједност овог показатеља је нижа од један, што такође указује да предузећа не послује добро и стварају ниску вриједност за власнике.

У посматраном периоду сва посматрана јавна предузећа РС са већинским државним власништвом имају вишу просјечну вриједност P/B (однос тржишне и књиговодствене вриједности акције) него предузећа Електропривреде РС, што указује да инвеститори на тржишту капитала више вреднују акције ових предузећа у односу на предузећа Електропривреде РС, код којих је овај однос знатно нижи. При том, инвеститори вреднују само око 41% књиговодствене вриједности акција свих посматраних предузећа што говори о неповјерењу инвеститора и неефикасном управљању предузећем.

Ради доношења закључака о успјешности пословања предузећа Електропривреде РС врши се поређење са иностраним предузећима из сектора електропривреде са већинским државним власништвом, при чему се успјешност пословања мјери на основу истих показатеља рентабилности и тржишне вриједности предузећа.

Ниво рентабилности пословања ће се утврдити на основу података из графикана 2, 3, 4, 5 и 6, док ће се на основу података из графикана 7, 8 и 9 утврдити ниво тржишне вриједности предузећа Електропривреде РС у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде са већинским државним власништвом.

Графикон 2: Повраћ на средсџва (ROA)

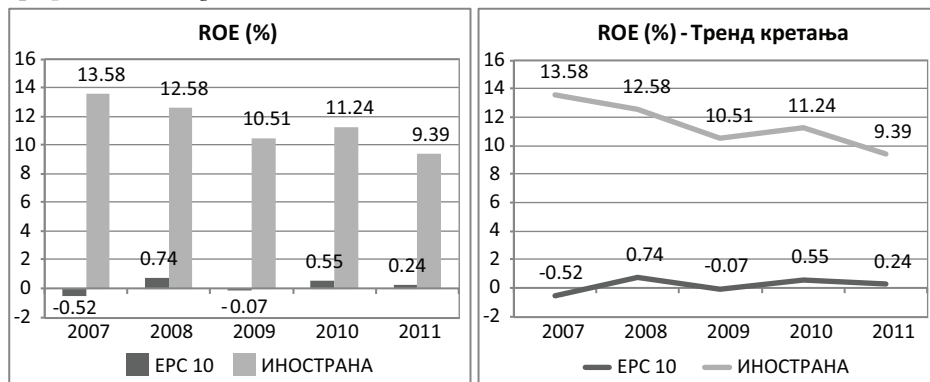


Извор: Аутор, на основу истраживања

У посматраном периоду предузећа Електропривреде РС имају знатно нижи поврат на средства у односу на инострана предузећа из сектора елек-

тропривреде. То значи да су предиузећа Електропривреде РС мање профитабилна и мање ефикасна у претварању средстава предиузећа у стварну добит, тј. вриједност за власнике.

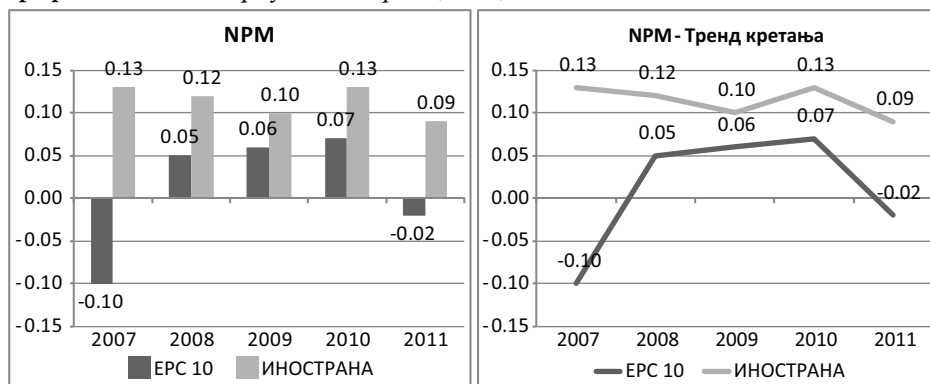
Графикон 3: Поврај на каијијал (ROE)



Извор: Аутор, на основу истраживања

У посматраном периоду предиузећа Електропривреде РС имају знатно нижи (и негативан) поврат на капитал у односу на инострана предиузећа из сектора електропривреде, што указује да су предиузећа Електропривреде РС мање ефикасна у кориштењу капитала у стварању добити, тј. стварају мању добит од средства која су власници уложили у предиузеће него инострана предиузећа.

Графикон 4: Нејто ђрофитијна маржа (NPM)

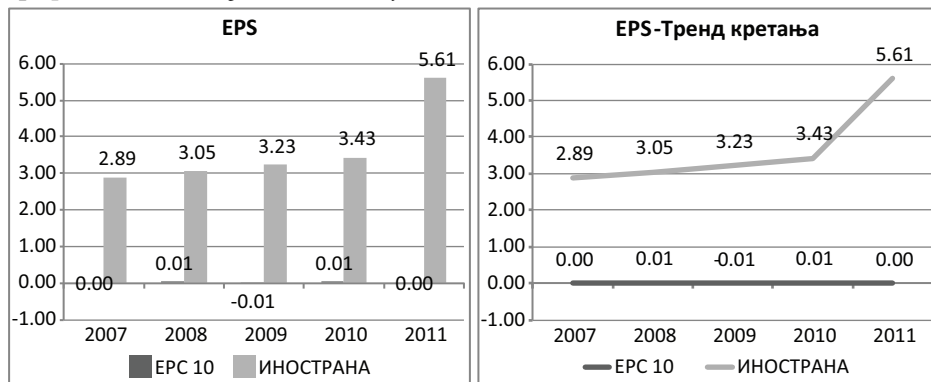


Извор: Аутор, на основу истраживања

Предиузећа Електропривреде РС у посматраном периоду имају знатно нижу (и негативну) нето профитну маржу у односу на инострана предиузећа из сектора електропривреде, што указује да су предиузећа Електропривреде РС мање ефикасна у претварању прихода предиузећа у стварну добит и у

контроли својих трошкова, што као резултат има нижу вриједност за власнике предузећа.

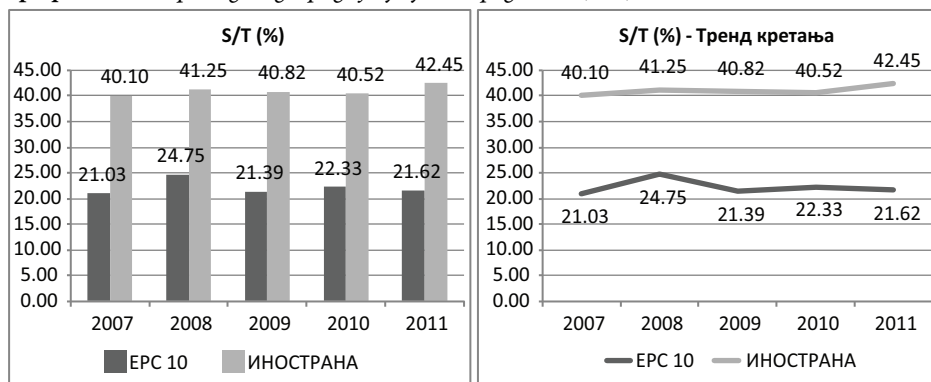
**Графикон 5:** *Нето добит по акцији (EPS)*



Извор: Аутор, на основу истраживања

У посматраном периоду нето добит по акцији је знатно нижа (и негативна) код предузећа Електропривреде РС у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде, што указује да су предузећа Електропривреде РС мање ефикасна у стварању добити и вриједности за власнике. Резултат тога је немогућност исплаћивања дивиденди власницима и нижа вриједност акција предузећа на финансијском тржишту.

**Графикон 6:** *Приходи од продаје/укућна средства (S/T)*



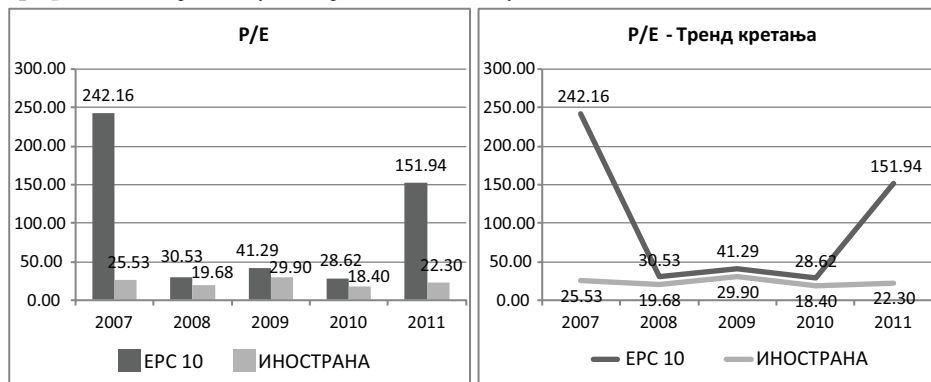
Извор: Аутор, на основу истраживања

У посматраном периоду предузећа Електропривреде РС имају знатно нижу вриједност показатеља S/T у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде. Ово значи да су предузећа Електропривреде РС мање ефикасна у кориштењу имовине предузећа у стварању прихода, тј. мање су ефикасна у управљању имовином власника предузећа. Резултат тога је



мања вриједност предузећа, нижи поврат на имовину власника предузећа, као и ниже вредновање акција предузећа од стране инвеститора на тржишту капитала.

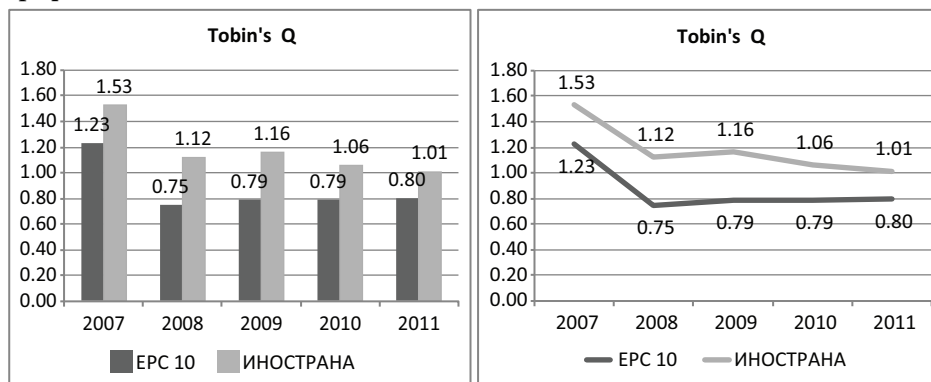
**Графикон 7:** Однос цијене и добити по акцији (P/E)



Извор: Аутор, на основу истраживања

Однос цијене и добити по акцији код предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду је знатно виши у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде, што значи да инвеститори који улажу у предузећа Електропривреде РС плаћају знатно вишу цијену за исту добит коју предузеће остварује по акцији. Ови резултати такође указују да су предузећа Електропривреде РС мање профитабилна, мање успјешна у претварању инвестиција у добит, а самим тим и остварују мањи поврат за власнике предузећа на њихова уложена средства, у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде.

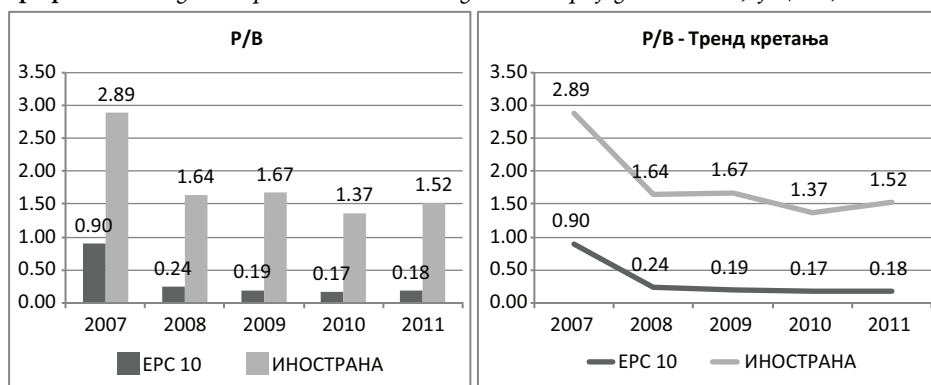
**Графикон 8:** Показатељ Tobin's Q



Извор: Аутор, на основу истраживања

Код предузећа Електропривреде РС показатељ Tobin's Q је нижи од један, осим у 2007. години када је био виши од један. То показује да предузећа не послују успјешно и да стварају ниску вриједност за власнике. Инострана предузећа из сектора електропривреде у истом периоду имају показатељ Tobin's Q виши од један, што показује да предузећа послују успјешно и стварају вриједност за власнике. У односу на предузећа Електропривреде РС су успјешнија, имају вишу финансијску снагу и успјешније послују на финансијском тржишту.

Графикон 9: Однос тржишне и књиговодствене вриједности акције (P/B)



Извор: Аутор, на основу истраживања

У посматраном периоду однос тржишне и књиговодствене вриједности по акцији код предузећа Електропривреде РС је низак, док је код иностраних предузећа из сектора електропривреде у истом периоду овај однос знатно виши. Ово показује да инвеститори акције иностраних предузећа на тржишту капитала вреднују изнад књиговодствене вриједности, док акције предузећа Електропривреде РС на тржишту капитала вреднују знатно испод књиговодствене вриједности предузећа. То говори о неповјерењу инвеститора и неефикасном управљању у Електропривреди РС.

Претходно приказани резултати показују да предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду имају знатно нижу рентабилност пословања и тржишну вриједност, а самим тим и успјешност пословања, у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде са већинским државним власништвом. Пошто остала посматрана домаћа предузећа имају још лошије показатеље рентабилности и тржишне вриједности него предузећа Електропривреде РС, може се рећи да је потврђена помоћна хипотеза Х1, односно да предузећа Електропривреде РС, као и остала јавна предузећа РС са већинским државним власништвом, у просјеку имају низак ниво успјешности и лоше управљање природним ресурсима, мјерено показатељима рентабилности и тржишним показатељима.

*Х2: Предузећа Електропривреде РС имају низак ниво корпоративної управљања, мјерено помоћу Scorecard упитника Бањалучке берзе.*

У оквиру тачке 3.3. приказани су резултати добијени мјерењем нивоа корпоративног управљања помоћу *Scorecard* упитника Бањалучке берзе у оквиру узорка предузећа Електропривреде РС. На основу појединачних оцјена нивоа корпоративног управљања за свако предузеће из узорка добијен је збирни дијаграм који даје коначну оцјену нивоа корпоративног управљања узорка, односно сектора предузећа Електропривреде РС.

Из табеле 6. се може уочити да највишу оцјену нивоа корпоративног управљања (NKU) има седмо предузеће (76,25%). Ова оцјена се сматра добром.<sup>12</sup> При том су и оцјене по појединим принципима за ово предузеће више него код осталих предузећа, осим у случају првог принципа. Како је први принцип *Посвећености принципима корпоративної управљања*, ова ниска оцјена (3,5%) се може објаснити субјективним ставом особе која је попуњавала упитник. Интересантно је напоменути да је директор овог предузећа у 2012. години проглашен „најменаџером” РС.

Пето предузеће има оцјену NKU 66% а четврто 65,5%, што је на доњој граници прихватљивих вриједности. Остала предузећа су испод те границе и сматра се да имају лоше корпоративно управљање.

Најнижу оцјену NKU има шесто предузеће (50,50%), при чему су најниже и оцјене I, II, III, IV, V и VI принципа, док оцјена седмог принципа приближно одговара просјеку осталих предузећа.

Може се уочити да се добар дио укупног резултата односи на поштовање основних законских и подзаконских норми, дакле не зависи ни о чијој вољи.

Коначна оцјена нивоа корпоративног управљања (NKU) за посматрани узорак предузећа Електропривреде РС приказана је на дијаграму 1. У коначној оцјени (61,79%), која значи лоше корпоративно управљање,<sup>13</sup> најзначајнији утицај, у позитивном смислу, имају права акционара и ревизија и систем интерних контрола, док у негативном смислу најзначајнији утицај имају принципи о равноправном третману акционара и посвећености принципима корпоративног управљања.

<sup>12</sup> Strenger, C. *The Corporate Governance Scorecard – a Tool for the Implementation of Corporate Governance*. Frankfurt: IFC, стр. 7-8, 2002

<sup>13</sup> Исто.

### Дијаграм 1: Просјечне вриједности нивоа корпоративног управљања према принципима и коначна оцјена за предузећа Електропривреде РС

ПРОСЈЕЧНЕ ВРИЈЕДНОСТИ ПРЕМА ПОЈЕДИНИМ ПРИНЦИПИМА И ПРОСЈЕЧНА КОНАЧНА ОЦЈЕНА



Извор: Аутор, на основу истраживања

Детаљније разматрање по појединим принципима показује да мањи број предузећа има усвојен властити кодекс понашања и да је већина је прихватила стандарде корпоративног управљања, али се ријетко расправља о њиховој примјени. Како права акционара представљају предуслов за инвестирање у предузеће, већина предузећа ажурно објављује информације о одржавању скупштина, о донесеним одлукама, конкурсима, али не и о сукобу интереса чланова одбора или о трансакцијама са повезаним лицима. Најчешће не постоје јасни механизми којима се спречава кориштење повлаштених информација нити се објављују информације о трансакцијама чланова одбора са друштвом. Углавном се тврди да их нема. Сва предузећа сарађују са заинтересованим странама ради стварања благостања, радних мјеста и одржања финансијске стабилности. При том, при доношењу одлука воде рачуна о интересима свих заинтересованих страна. Међутим, углавном не постоје процедуре за обезбјеђивање информација заинтересованим странама, нити је именована особа за контакт са инвеститорима. Углавном се не објављује корпоративни календар нити информације о власничком учешћу у другим друштвима преко 10% власништва, као ни информације о екстерном ревизору и његовој надокнади. Веома мали број испитаних друштава објављује информације на енглеском језику. Не пријављује се постојање сукоба интереса, накнаде чланова одбора најчешће се не везују за остварене резултате, одбори немају довољан број независних и компетентних чланова, нису дефинисане процедуре приликом постојања сукоба

интереса. Поједина предузећа немају усвојена правила ротације екстерног ревизора нити екстерни ревизор присуствује скупштинама акционара.

Детаљније разматрање примјене појединих принципа доводи до закључка да је *лоша просјечна оцјена нивоа корпоративног управљања од 61,79 %* посљедица непостојања жеље од стране менаџмента предузећа да се примјењују добре праксе корпоративног управљања. Примјењује се оно што је законом регулисано а све остало се углавном уводи „преко воље”. Треба имати у виду да три предузећа Електропривреде РС нису показала кооперативност приликом анкетирања и поред инсистирања, тако да се може претпоставити да стање у њима, у погледу корпоративног управљања, није превише добро.

На основу претходне анализе може се рећи да је потврђена хипотеза Х2, односно да предузећа Електропривреде РС имају низак ниво корпоративног управљања, мјерено помоћу Scorecard упитника Бањалучке берзе.

*Х3: Постоји позитивна корелација између појединих показатеља рентабилности и тржишних показатеља и нивоа корпоративног управљања.*

Израчунавањем коефицијената корелације између нивоа корпоративног управљања (NKU) и финансијских показатеља (показатеља рентабилности и тржишних показатеља) добијене су вриједности приказане у табелама 8. и 9. У табели 8. су приказани резултати корелационе анализе добијени посматрањем свих седам предузећа из узорка, а у табели 9. резултати добијени након искључивања предузећа под редним бројем 6. Вриједности коефицијената корелације добијене након искључивања из разматрања предузећа под редним бројем 6. реалније осликавају посматрани узорак.

Може се уочити да постоји позитивна (директна) корелација између вјетине показатеља рентабилности (изузев S/T) и нивоа корпоративног управљања (NKU), при чему коефицијент корелације између ROE и NKU има највећу вриједност, која у случају посматрања свих седам предузећа износи 0.7089225 (*изражена директна веза*) а у случају када је искључено предузеће бр. 6, износи 0.9412762 (*веома висока директна веза*). Дакле, повећање нивоа корпоративног управљања у предузећу утиче на повећање поврата на средства и поврата на капитал, поспјешује претварање прихода предузећа у стварну добит и повећава добит предузећа по једној акцији.

Такође се може уочити *изражена инверзна веза* између P/E и NKU (коефицијент корелације је -0,72379) и *висока инверзна веза* између TOBIN'S Q и NKU (коефицијент корелације је -0,8462218), из чега би се могло закључити да повећање нивоа корпоративног управљања доводи до тога да инвеститор плаћа више за једну конвертибилну марку нето добити по једној акцији, као и да се умањује успјешност пословања на финансијском тржишту, што је у супротности са закључком о повећању рентабилности пословања.

Између NPM, S/T и P/V и нивоа корпоративног управљања није изражена линеарна зависност.

На основу претходно изложених резултата може се тврдити да је потврђена хипотеза Х3, пошто постоји позитивна (директна) корелација између појединих показатеља рентабилности и осталих економских показатеља и нивоа корпоративног управљања.

*Х4. Бар један из групе показатеља рентабилности и тржишних показатеља може се изразити преко нивоа корпоративног управљања примјеном регресионе модела и увршћити у бар један од познатих економских модела за предвиђање појединачног у пословању предузећа (стабилности пословања). У том случају би се оцјена стабилности предузећа изражавала и у функцији нивоа корпоративног управљања, као једног од фактора.*

У претходном дијелу истраживања је утврђено да постоји линеарна веза између појединих показатеља рентабилности и тржишних показатеља и нивоа корпоративног управљања, што значи да има смисла вршити регресиону анализу, односно тражити регресиону праву која би повезивала неки од тих показатеља и ниво корпоративног управљања.

С обзиром на то да између ROE и NKU постоји *веома висока директна веза*, у даљњем разматрању је управо та веза детаљније образложена а затим је нађен одговарајући регресиони модел.

У претходном разматрању је утврђено да коефицијент корелације између ROE и NKU износи:<sup>14</sup>  $r = 0.9412762$  и да је стандардна грешка оцјене коефицијента просте линеарне корелације:  $s_r = 0,1688$ . Помоћу Студентовог теста је утврђено, уз ризик од  $\alpha = 0,05$ , да у основном скупу постоји линеарна веза, што се у овом истраживању односи на сва предузећа Електропривреде РС. Сљедећи корак у овом разматрању је примјена метода просте линеарне регресије ради одређивања линије регресије која повезује ROE и NKU. Помоћу MS Excel-а је добијен дијаграм распршености парова вриједности NKU и ROE за поједина предузећа (дијаграм 2).

Послије тога су израчунати параметри регресионе праве:

$a = 0,0172$  - коефицијент правца и

$b = -0,9468$  – одсјечак,

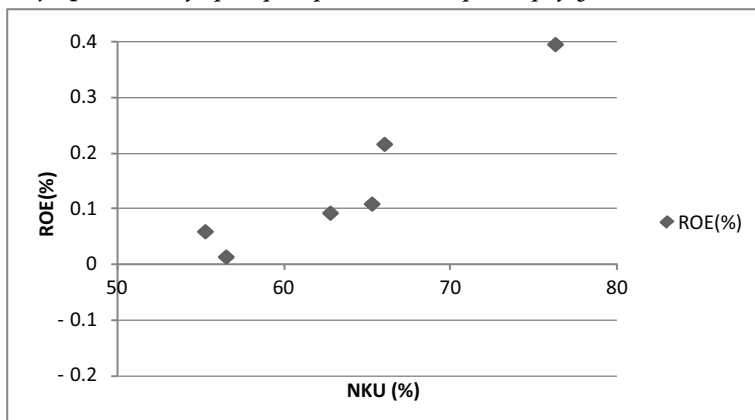
тако да права регресије има облик:

$ROE = 0,0172 * NKU - 0,9468$

Коефицијент детерминације износи  $r^2 = 0,886$ .

<sup>14</sup> Посматра се узорак без предузећа под редним бројем 6.

Дијаграм 2: Дијаграм расйршеносћии йарова вриједносћии NKU и ROE

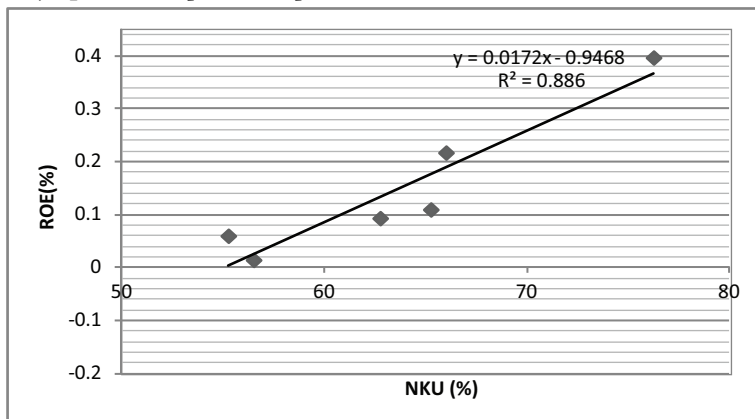


Извор: Аутор, на основу истраживања

Коефицијент детерминације је релативна мјера репрезентативности регресионе линије. Показује учешће објашњеног варијабилитета у укупном, односно колико су варијације промјенљиве ROE објашњене промјенљивом NKU. Пошто је добијена вриједност 0,886 или 88,6%, то значи да је у том износу вриједност ROE објашњена (детерминисана) нивоом корпоративног управљања (NKU). Остатак од 11,4% укупног варијабилитета није објашњен регресионом линијом. Пошто је  $r^2$  близак јединици регресиона линија прилично добро репрезентује емпиријске податке.<sup>15</sup>

Регресиона права је приказана на наредном дијаграму.

Дијаграм 3: Регресиона йрава



Извор: Аутор, на основу истраживања

<sup>15</sup> Жижић, М., Ловрић, М., Павличић, Д. *Методии сйайиисйичке анализе*. Београд: Економски факултет, 2000, стр. 293.

Дакле, како је претпостављено у хипотези Х4., бар један од посматраних показатеља се може изразити преко нивоа корпоративног управљања примјеном регресионог модела (просте линеарне регресије). Управо је представљена регресиона права која приказује везу између ROE и NKU.

Надаље се претпоставља да је могуће добијени регресиони модел уврстити у бар један од познатих економских модела за предвиђање потешкоћа у пословању предузећа (стабилности пословања).

У том смислу размотрен је, као највише кориштен, *Алтиманов* и *Z-score model*, за предузећа која котирају на берзи:

$$Z\text{-score} = 0,012 X_1 + 0,014 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5$$

Анализом посматраног модела, имајући у виду значење показатеља  $X_1$  до  $X_5$ , уочено је да се показатељ  $X_3$  може изразити преко показатеља рентабилности – ROE. С обзиром на једначину регресионе праве која повезује показатељ ROE и ниво корпоративног управљања (NKU), може се закључити да се показатељ  $X_3$ , примјеном математичких трансформација, може изразити преко нивоа корпоративног управљања (NKU) на следећи начин:

$$X_3 = \frac{\text{Кайиџал}}{\text{Укујна имовина}} * (0,0172 * NKU - 0,9468) + \frac{\text{Порез + Такса}}{\text{Укујна имовина}}$$

Из претходно изложеног слиједи да је:  $Z\text{-score} = f(NKU)$ .

Како се егзистенција предузећа базира на могућности фирме да својим средствима оствари зараду, овај је однос (показатељ  $X_3$ ) нарочито прикладан за закључивање о лошем пословању (могућности банкрота) предузећа.<sup>16</sup> Самим тим је значајно успоставити везу између њега и нивоа корпоративног управљања.

Успостављањем везе између *Алтимановој Z-score* и нивоа корпоративног управљања потврђена је и хипотеза Х4.

Након провјере помоћних хипотеза, може се закључити да је основна хипотеза,  $H_0$ : *Предузећа Електропривреде РС, као и остала јавна предузећа РС са већинским државним власништвом, карактерише низак ниво успјешности, лоше управљање природним ресурсима, а као посљедица ниског нивоа корпоративног управљања, потврђена на основу хипотеза Х1, Х2, Х3 и Х4.*

#### 4. Дискусија

Приказано истраживање је, кроз анализу резултата и провјеру хипотеза, показало да посматрана домаћа предузећа имају низак степен успјешности пословања и да је та успјешност пословања повезана са ниским нивоом корпоративног управљања у предузећу.

<sup>16</sup> Altman, E. I. *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*. Journal of Finance 23, 1968, стр. 189-209. Доступно на: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x/pdf> ( 03.08.2012.)



У овом дијелу рада ће бити предочена слична истраживања која су вршена у нашем ближем окружењу и у свијету, чији резултати оправдавају и потврђују закључке до којих се дошло у овом раду.

#### 4.1. Поређење резултата истраживања са другим сличним истраживањима

Од стране *Institutional Shareholder Services (USA)*<sup>17</sup> је 2005. године објављен извјештај у коме се тврди да су мањи ризик, боља профитабилност и виша вриједност везани за компаније са бољом структуром корпоративног управљања. Те компаније су се показале боље у погледу поврата на улагања, годишњег приноса дивиденде, нето профитне марже и Р/Е рација. Компаније са најбољим корпоративним управљањем надмашиле су најгоре уређене компаније у 13 од укупно 16 финансијских мјера успјеха, што подупире тезу да добро корпоративно управљање доводи до врхунског финансијског пословања.

*Gompers, Ishii и Metrick* (2003)<sup>18</sup>, у свом раду *Corporate Governance and Equity Prices*, изводи 24-факторски индекс управљања (*G Индекс*), за процјену нивоа права акционара, на основу података за 1.500 америчких компанија током 90-их година прошлог вијека. Индекс се кретао у распону 0-24, додајући један бод за сваку одредбу која је ограничавала права акционара. Студија је показала позитивну везу између квалитета корпоративног управљања и корпоративних перформанси, откривајући да су компаније са мањим правима акционара слабије котирале на берзама.

*Brown и Caylor* (2004),<sup>19</sup> су у свом раду *Corporate Governance and Firm Performance*, креирали мјеру корпоративног управљања *Gov-Score* на основу података добијених од стране *Institutional Shareholder Services-a*. *Gov-Score* се састојао од 51 фактора који покривају осам категорија корпоративног управљања: ревизију, одбор директора, подзаконске акте, образовање директора, накнаде директора и извршилаца, власништво, прогресивне праксе и стање у оснивању. За више од 2300 компанија, *Brown и Caylor* доносе *Gov-Score* за шест мјера успјеха, преко три категорије: оперативна успјешност (ROE, NPM, раст продаје); вредновање предузећа (Tobin's Q), и исплате акционарима (принос дивиденде, откуп акција). Ово истраживање је показало да су компаније са бољим корпоративним управљањем биле

<sup>17</sup> Institutional Shareholder Services. *Better Corporate Governance Results in Higher Profit and Lower Risk*, 2005. Доступно на: <http://www.issproxy.com/pdf/CGQSummary.pdf> (05.09.2012.)

<sup>18</sup> Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A. *Corporate Governance and Equity Prices*. The Quarterly Journal of Economics, 118(1), 2003 стр. 107-155. Доступно на: <http://qje.oxfordjournals.org/content/118/1/107.full.pdf> 10.09.2012.)

<sup>19</sup> Brown, L., Caylor, M. *Corporate Governance and Firm Performance*, Working Paper, 2004. Доступно на: [http://w.trustenablement.com/local/GSU\\_ISS\\_Study.pdf](http://w.trustenablement.com/local/GSU_ISS_Study.pdf) (11.09.2012.)

профитабилније, више вриједиле и да су исплаћивале више новца акционарима, док су лошије управљане компаније имале ниже оперативне перформансе и исплаћивале мање новца акционарима.

La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer и Visney (2002)<sup>20</sup> су испитали 539 великих компанија из 27 земаља ради тестирања учинка правне заштите мањинских акционара и удјела власништва већинског акционара на вредновање компанија. Они су открили доказе да се земље са бољом заштитом мањинских акционара и компаније са већим удјелом већинског акционара више вреднују.

У Великој Британији, Selvaggi и Upton (2008)<sup>21</sup> су испитивали повезаност између доброг корпоративног управљања, оперативних перформанси и цијена акција за листу британских компанија, у периоду између 2003. и 2007. године. Selvaggi и Upton такође су тестирали снагу и смјер потенцијалне везе између двије варијабле, тражећи значајну везу између доброг корпоративног управљања и врхунских перформанси предузећа.

У Кореји су Black, Jang и Kim (2003)<sup>22</sup> конструисали индекс корпоративног управљања базиран на шест субиндикатора за: права акционара, одбор директора, вањске директоре, одбор за ревизију и интерног ревизора, откривање инвеститорима и власнички паритет. Они су овај индекс примијенили на 526 компанија које су котирале на Кореанској берзи, 2001. године. Открили су значајну везу између доброг корпоративног управљања и повећања вриједности компаније, мјерено помоћу Tobin's Q, као и виших цијена на берзи.

У нашем ближем окружењу слична истраживања су рађена у Србији, од стране Центра за либерално-демократске студије (Борис Беговић и др.). Истраживана је веза између рентабилности предузећа и квалитета корпоративног управљања. Дошло се до закључка о постојању „јаке везе између профитабилности и квалитета система корпоративног управљања“<sup>23</sup> У ис-

<sup>20</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishney, R. *Investor Protection and Corporate Valuation*. Journal of Finance, 57(3), 2002, стр. 1147-1170. Доступно на: [http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/Valuation\\_JOFJune2002.pdf](http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/Valuation_JOFJune2002.pdf) (12.09.2012.)

<sup>21</sup> Selvaggi, M., Upton, J. *Governance and Performance in Corporate Britain: Evidence from the IVIS colour-rating system*. ABI Research Paper 7, Report from ABI Research and Investment Affairs Department, 2008. Доступно на: <http://www.google.ba/#hl=en&tbo=d&scient=psy-ab&q=Selvaggi%2C+M.%3B+Upton%2C+J.+%282008%29.+Governance+and+Performance+in+Corporate> (14.09.2012.)

<sup>22</sup> Black, B., Jang, H., Kim, W. *Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea*. Working Paper, 2003. Доступно на: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/ap-city/unpan036850.pdf> (16.09.2012.)

<sup>23</sup> Беговић, Б., et. al. Унапређење корпоративног управљања. Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003. Доступно на: <http://www.clds.rs/pdf-s/korporativno-upravljanje.pdf> (20.09.2012.)

траживању је мјерена корелација између показатеља рентабилности и квалитета корпоративног управљања, својине и величине предузећа.

Дати преглед истраживања показује сличност добијених резултата са нашим истраживањем. Очигледно је да компаније имају корист од увођења принципа корпоративног управљања, у смислу повећања профитабилности и сопствене вриједности.

У нашим условима би се могло препоручити истраживање на бази утицаја појединих принципа корпоративног управљања на поједине перформансе предузећа, водећи при томе рачуна о величини предузећа и власничкој структури. Испитивањем би требало обухватити што већи број предузећа.

## 5. Закључак

Све чешће се у свијету, а и у нашем окружењу, пословна успјешност предузећа повезује са квалитетом управљања, односно са примјеном принципа корпоративног управљања, што подразумијева одговорно управљање и контролу акционарских друштава ради стварања дугорочне вриједности.

У овом истраживању је вршено мјерење пословне успјешности 21 јавног предузећа РС са већинским државним власништвом путем анализе финансијских извјештаја за посљедњих пет година и израчунавањем рацио показатеља (показатеља рентабилности и тржишних показатеља).

Добијени резултати су показали да предузећа Електропривреде РС имају нешто веће показатеље рентабилности и тржишне вриједности од просјека свих посматраних јавних предузећа, али много лошије у односу на инострана предузећа. Сматра се да је један од разлога за овако лошу слику у односу на инострана предузећа административно одређивање цијене електричне енергије.

Извршено је и оцјењивање нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС путем анкетног истраживања помоћу *Scorecard* упитника Бањалучке берзе. Утврђено је да је просјечна оцјена сектора ниска, односно да ниво корпоративног управљања у просјеку није задовољавајући, што значи да ни обавезна законска регулатива у већини предузећа није испоштована.

Примјеном статистичких метода дошло се до закључка да постоји позитивна (директна) корелација између већине показатеља рентабилности и нивоа корпоративног управљања, односно да пословна успјешност предузећа зависи од нивоа корпоративног управљања. Ови налази се подударају са многобројним истраживањима у свијету, од којих су нека наведена у дискусији. Истина, постоје и истраживања у којима се изражавају другачији ставови.

Примјеном корелационе и регресионе анализе доказана је статистички значајна веза између показатеља рентабилности ROE и нивоа корпоративног управљања NKU у предузећима Електропривреде РС, што је такође у складу са поменутим истраживањима. На основу тога је, примјеном математичких трансформација, успостављена веза између *Алџмановој Z score модела* за предвиђање пословних потешкоћа (стечаја) и нивоа корпоративног управљања, што представља научни допринос овог рада и поново указује на значај примјене принципа корпоративног управљања.

Кроз анализу појединих показатеља рентабилности и тржишне вриједности предузећа уочени су конкретни проблеми који утичу на успјешност и тржишну вриједност јавних предузећа РС са већинским државним власништвом. Доказан је значај примјене принципа корпоративног управљања за побољшање пословне успјешности јавних предузећа а самим тим и за боље кориштење природних ресурса РС.

Конкретно, што се тиче предузећа Електропривреде РС, да би се повећала њихова пословна успјешност, а самим тим и искориштење електроенергетског ресурса РС, неопходно је ублажавање административних мјера у погледу цјеновне политике електричне енергије од стране власти, као и развијање свијести о сврсисходности примјене принципа корпоративног управљања у свим јавним предузећима.

## Литература:

1. Altman, E. I. *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*. Journal of Finance 23, 1968, стр. 189-209. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x/pdf> (03.08.2012.)
2. Бањалучка берза хартија од вриједности а.д. Бања Лука. <http://www.blberza.com>
3. Беговић, Б., et. al. *Унајређење корпоративног управљања*. Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003. <http://www.clds.rs/pdf-s/korporativno-upravljanje.pdf>
4. Берберовић, Ш., Тодоровић, З. *Економика предузећа*. Бања Лука: Економски факултет, 2009.
5. Black, B., Jang, H., Kim, W. *Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea*. Working Paper, 2003. <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan036850.pdf>
6. Brown, L., Caylor, M. *Corporate Governance and Firm Performance*, Working Paper. 2004. [http://w.trustenablement.com/local/GSU\\_ISS\\_Study.pdf](http://w.trustenablement.com/local/GSU_ISS_Study.pdf)

7. Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A. *Corporate Governance and Equity Prices*. The Quarterly Journal of Economics, 118(1), 2003, стр. 107-155. <http://qje.oxfordjournals.org/content/118/1/107.full.pdf>
8. Drucker, P. *Иновације и предузећништво*, Београд: Грмеч; Привредни преглед, 1996.
9. Електропривреда Републике Српске, [http://www.ers.ba/index.php?option=com\\_content&view=section&id=1&Itemid=21&lang=ba](http://www.ers.ba/index.php?option=com_content&view=section&id=1&Itemid=21&lang=ba)
10. Жагер, К., Жагер, Л. *Анализа финансијских извјештаја*. Загреб: Масмедиа, 1999.
11. Жижић, М., Ловрић, М., Павличић, Д. *Методи статистичке анализе*. Београд: Економски факултет, 2000.
12. Institutional Shareholder Services. *Better Corporate Governance Results in Higher Profit and Lower Risk*. 2005. <http://www.issproxy.com/pdf/CGQ-Summary.pdf>
13. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishney, R. *Investor Protection and Corporate Valuation*. Journal of Finance, 57(3), 2002, стр. 1147-1170. <http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/ValuationJOFJune2002.pdf>
14. Организација за економску сарадњу и развој. <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/41814777.pdf>
15. Selvaggi, M., Upton, J. (2008). *Governance and Performance in Corporate Britain*:
16. Evidence from the IVIS colour-rating system. ABI Research Paper 7, Report from ABI
17. Research and Investment Affairs Department. [http://www.google.ba/#hl=en&tbo=d&scient=psy-ab&q=Selvaggi %2C+M.%3B+Upton%2C+J+%282008%29+Governance+and+Performance+in+Corporate](http://www.google.ba/#hl=en&tbo=d&scient=psy-ab&q=Selvaggi%2C+M.%3B+Upton%2C+J+%282008%29+Governance+and+Performance+in+Corporate)
18. Strenger, C. *The Corporate Governance Scorecard – a Tool for the Implementation of Corporate Governance*. Frankfurt: IFC. 2002, стр. 7-8.
19. Thomson Reuters Corporation. <http://www.reuters.com>

